上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

上证研报【2019】081 号

研究報告

美国场外市场发展最新趋势

李丹 邢梅

资本市场研究所

目录

一、美国场外市场的发展历程.....1

（一）粉单市场.....1

（二）纳斯达克市场.....2

（三）OTCBB 市场.....3

（四）OTCmarkets 市场.....4

二、OTC markets 市场发展现状.....6

（一）市场层次.....8

（二）市场情况.....10

1、挂牌公司数量.....10

2、市场交易情况.....11

3、挂牌公司来源.....13

4、挂牌证券类型.....15

（三）挂牌方式.....17

（四）挂牌要求.....18

1. OTCQX 美国市场.....18

2. OTCQX 国际市场.....19

3、OTCQB.....21

（五）财务报告标准.....21

（六）挂牌公司监管.....23

（七）转板机制.....23

三、美国场外交易市场的经验总结.....25

（一）根据市场需求建立多层次场外市场结构.....25

（二）建立场内市场以及场内场外间的转板机制.....26

（三）在场外交易市场推广做市商制度.....26

（四）监管的适当性对市场的发展至关重要.....27

美国场外市场发展最新趋势[①]

美国证券市场目前已经形成一个具有宽厚塔基的大金字塔型多层次市场结构，涵盖场内市场与场外市场。其中，场内市场主要由根据《1934 年证券交易法》在 SEC 注册的全国性或地区性证券交易所组成，场外市场则是指在场内集中交易市场（交易所）以外进行交易的市场。

截至 2019 年三季末，在 SEC 注册的全国性证券交易所共有 23 家；主要交易证券期货产品的交易所有 5 家；另外，还有 2 家证券交易所由于交易量较小，被免于在 SEC 注册（参见附表 1）。场外交易市场有很多种，其中最重要的是 OTC Markets Group（OTC 市场集团，前身为粉单市场）和 OTCBB（场外柜台交易系统）等。

本文对美国场外市场的发展历程、现状和经验进行总结和分析，希翼为我国未来场外市场的发展和完善提供参考和借鉴。

一、美国场外市场的发展历程

美国场外市场历史悠久，在 1904 年之前，美国全国就分布着许多柜台交易市场，彼此间信息隔绝，没有统一的管理和统计。截至目前，美国场外市场的发展主要经历了以下几个阶段。

（一）粉单市场

1904 年，金融学家 Babson 采用时事通讯（newsletter）的方式，将证券市场上数量庞大的证券发行和报价信息系统化，并以月刊形式

[①] 本文仅代表研究人员个人观点，与所在机构无关。

向市场发布。1911 年，波士顿金融书籍出版商 Elliot 开始每天为 OTC 市场上的经纪商和投资商提供证券投资报价信息。由于 Babson 和 Elliot 所开创的 OTC 市场报价服务业务互补性极强，1913 年 10 月，两人合并各自业务并组建国家报价局（National Quotation Bureau，NQB）。NQB 将股票报价信息印在粉红色的纸上，从而诞生了粉单市场（即 Pink Sheets）。

粉单市场的公司通常规模很小且公众持股量非常有限、流动性较差。同时，很多粉单市场的公司并不提供经过审计的财务报表，更没有进行任何公开的披露。1970 年代以来，在电子化冲击下粉单市场份额不断萎缩。

（二）纳斯达克市场

1938 年，全美证券商协会（NASD）成立，并向美国证监会注册成为交易所以外的自律组织，负责场外市场监管。1971 年，美国证券交易商协会建立纳斯达克（NASDAQ）。成立之初，纳斯达克为场外市场提供实时电子报价服务，并无撮合交易功能，交易通过证券商达成；不设立挂牌标准，只要有做市商愿意做市就可以挂牌出现在报价系统中。1982 年，纳斯达克推出全国市场系统，成为了一个具备交易功能的场外市场（OTC）。NASDAQ 将交易最活跃的 40 只股票组成全国市场，并制定“全国市场”板块的挂牌标准；其余挂牌企业合称小型股市场，依旧不设立挂牌标准。“小型股市场”在 1990 年集中部分标的，并设立了挂牌标准，后续演变为 NASDAQ 资本市场板块。剩余仍不设挂牌标准的，成为了现在的美国场外电子交易板

（OTCBB，OTC Bulletion Borad）。

（三）OTCBB 市场

为提高场外市场的透明度，1990 年由 NASD 建立的电子报价服务平台 OTCBB 市场开始试运行。1997 年 4 月，SEC 批准 OTCBB 稍作调整后正式运作。在 OTCBB 交易的证券通常是未在 NASDAQ 或其他全国性证券交易所上市或交易所的证券。1997 年 5 月，直接参与计划（Direct Participation Programs，DDPs）成为 OTCBB 合法报价品种。1998 年 4 月，所有在 SEC 登记注册的外国证券及美国存托凭证（ADRs）也成为 OTCBB 合法报价品种，OTCBB 为其提供实时报价、最新成交价格和成交量等信息服务。因此，一般而言，任何未在 NYSE、NASDAQ 或其他全国性市场上市或登记的证券，包括在全国、地方、国外发行的股票、认股权证、证券组合、ADRs、DDPs 等，都可以在 OTCBB 市场上报价交易。

最初，OTCBB 没有财务方面的挂牌标准，企业不需要满足盈利、资本、流动性等任何要求，也不需要向 SEC 提交任何财务信息报告。其包容性迅速吸引多公司挂牌。到 1999 年时，OTCBB 上挂牌的证券数量超过 6000 家，日均交易金额达 2.5 亿美元，成为美国场外市场的绝对主力。

1999 年 1 月，为了提高市场透明度和减少市场欺诈行为，SEC 通过《OTCBB 报价资格规则》（OTCBB Eligibility Rule），要求所有在 OTCBB 报价的证券都应按《1934 年证券交易法》的要求向 SEC 注册，并向 SEC 或对应的银行或保险监管机构提交其财务报告。因

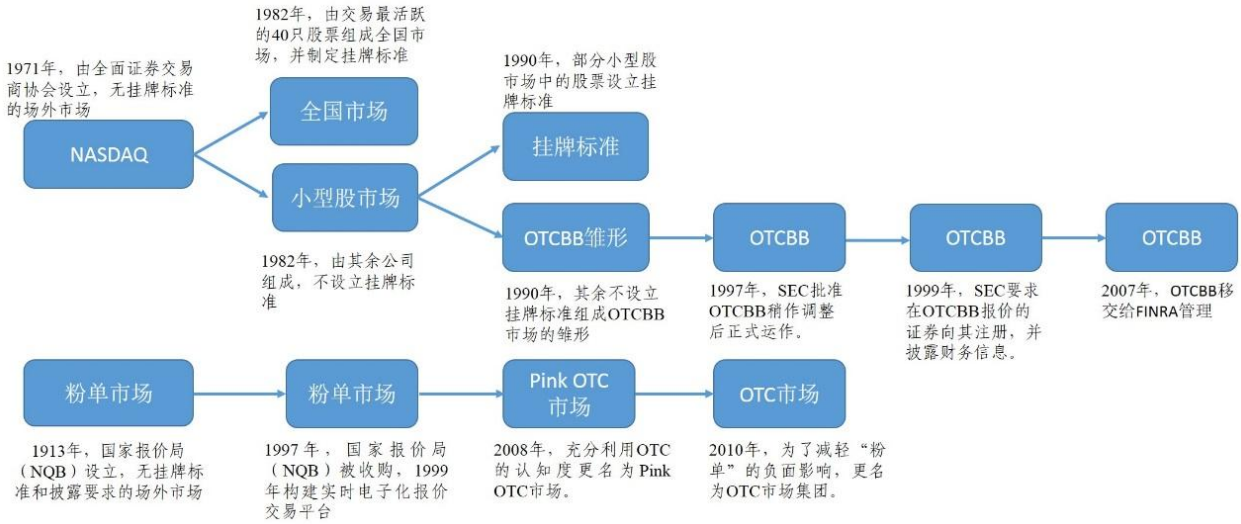
此，自 2000 年以后，粉单市场成为美国境内唯一不要求报价证券提交财务报告的公开交易市场。SEC 的这一举措给 OTCBB 市场带来了重要的负面影响，超过 2600 只证券选择退出 OTCBB 市场，转到粉单市场。

2007 年，SEC 批准 NASD 与 NYSE 内部的会员监管、执行和仲裁部门合并成立美国金融业监管局（Financial Industry Regulatory Authority，FINRA），OTCBB 也移交给 FINRA 管理。从 2007 年开始，FINRA 主动减少 OTCBB 交易平台上的挂牌证券数量，大量公司因各种原因被强制摘牌，再次引发公司从 OTCBB 向 OTC 市场的转移。目前，OTCBB 在美国场外市场中的占比已非常小。

（四）OTCmarkets 市场

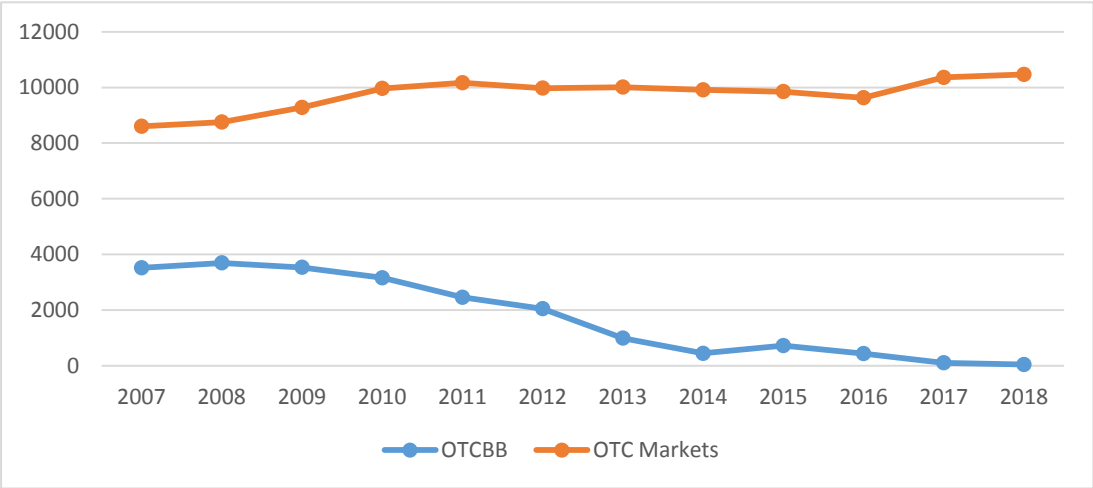
1997 年，国家报价局（NQB）被收购，并在 1999 年将粉单报价模式转变为实时电子化报价交易平台。顺利运行几年之后，2000 年，NQB 正式更名为粉单有限责任公司（Pink Sheets LLC）。2008 年，粉单有限责任公司又更名为 Pink OTC 市场，希望能充分利用 OTC 的认知度。但由于“粉单”这个名字的负面影响，2010 年 11 月，Pink OTC 市场再次更名为 OTC 市场集团（OTC Markets Group）。

图 1　美国场外市场发展历程



由于 OTC markets 市场电子报价系统在便捷性和有效性方面具有优势。因此，从 2007 年起，企业在 OTC 平台的报价数量开始稳步增长。目前，OTC 市场集团在美国场外市场中一支独大。2018 年，美国所有 OTC 市场挂牌证券数量为 18570 只，其中，OTC Markets 挂牌证券数量为 10465 只，占比 56.4%；而 OTCBB 挂牌证券数量仅有 40 只，占比仅为 0.2%。

图 2　美国 OTCBB 和 OTC Markets 挂牌证券数量（2007-2018）

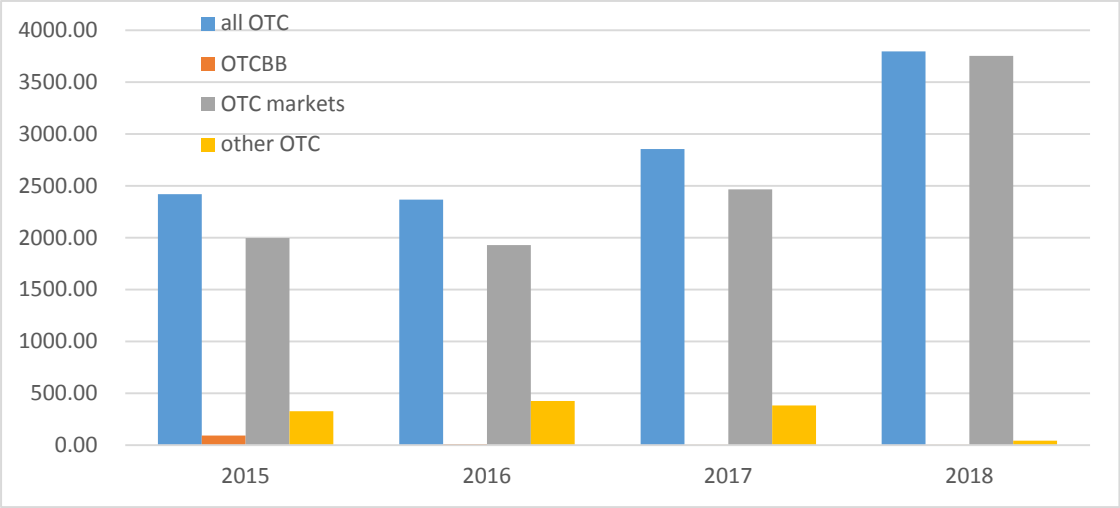


资料来源：FINRA、OTCMarkets

2018 年美国所有 OTC 市场总交易金额为 3794.2 亿，其中，OTC Markets 交易金额为 3751.7 亿，占比 98.9%；而 OTCBB 交易金额为

9452 万，占比仅为 0.02%。

图 3　美国场外市场各市场成交额（2015-2018）



注：成交额单位亿美元
资料来源：FINRA

二、OTC markets 市场发展现状

目前，OTC 市场集团公司有 3 个主要业务。一是作为 FINRA 会员，运营 2 个在 SEC 注册的另类交易系统（ATS），分别为 OTC Link ATS 和 OTC Link ECN，并接受 SEC 和 FINRA 的监管；二是提供数据和财务信息服务；三是运营 OTCQX 市场（OTCQX Best Market）、OTCQB 市场（OTCQB Venture Market）以及粉单市场，并为挂牌公司提供信息披露和合规方面服务。2019 年截至三季度末，OTC 市场集团的交易平台有 1.05 万只证券可供交易。OTC 市场集团中 OTCQX、OTCQB 以及 OTC 粉单市场（OTC Pink）三个层级总交易额达到 2518.9 亿美元，OTCQX、OTCQB 以及 OTC 粉单市场单个证券的平均交易额分别为 9118.8 万，2103.8 万以及 2046.5 万美元。

表 1　OTC 市场集团收入结构

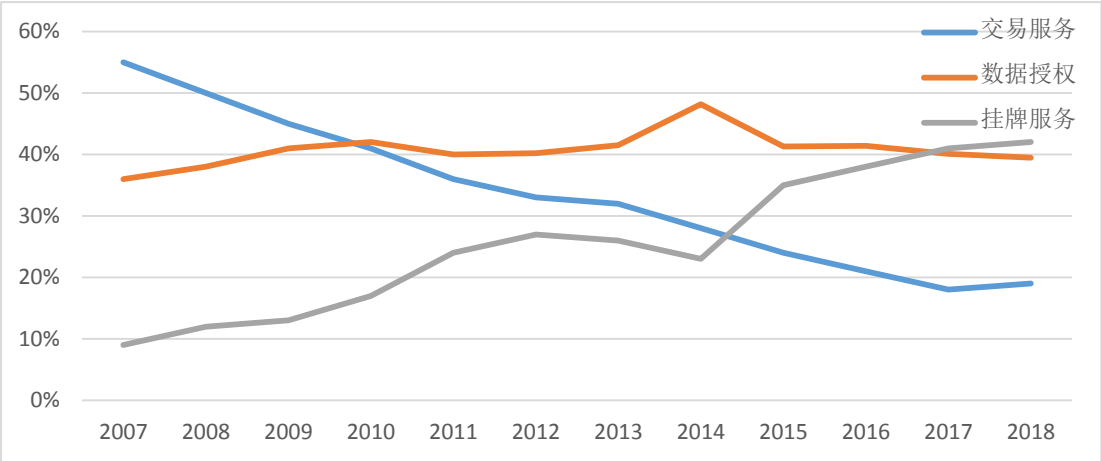
收入结构	2014		2015		2016		2017		2018	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
交易服务	1201.9	28%	1179.6	24%	1057.3	21%	1007.5	18%	1117.5	19%
数据授权	2033.4	48%	2060.9	41%	2105.4	41%	2192.2	40%	2338.3	39%
挂牌服务	986.2	23%	1750.4	35%	1925.4	38%	2265.9	41%	2472	42%
合计	4221.5	100%	4990.9	100%	5088.1	100%	5465.6	100%	5927.8	100%

注：表中收入金额的单位为万美元。

资料来源：根据 OTC 市场集团网站提供的年报数据整理而成。

从表 1 和图 4 中可以发现，OTC 市场集团的挂牌服务收入占其收入总额的比重相对较低，但随着挂牌公司数的增加，挂牌服务收入占比呈现逐年上升态势，从 2014 年的 23%上升至 2018 年的 42%。交易服务收入占比逐年下降，从 2014 的 28%下降至 2018 年 19%;数据授权收入占比较为稳定，占比保持在 40%以上，一直是其成为其收入的重要来源。

图 4　OTC 市场集团收入结构变化趋势（2007-2018）

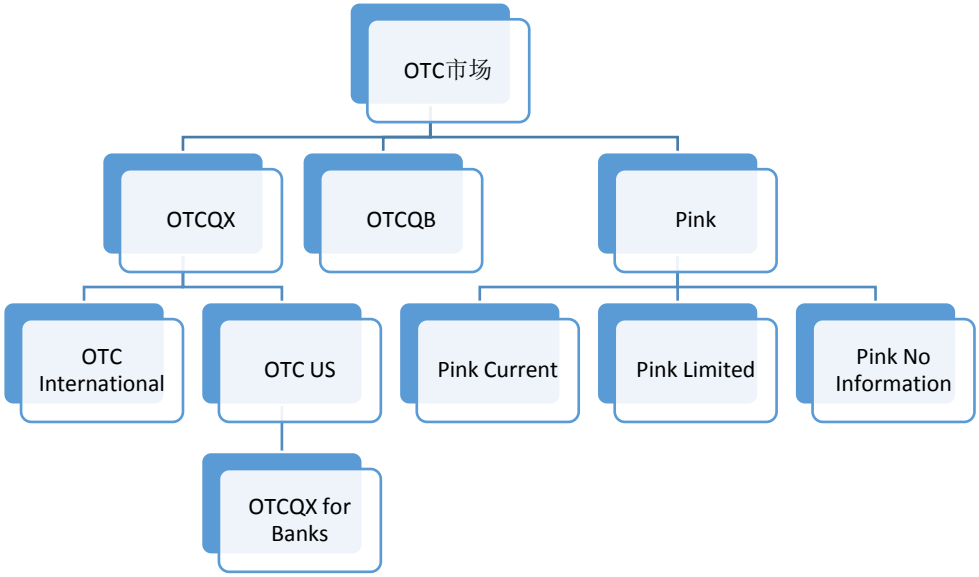


资料来源：根据 OTC 市场集团网站提供的年报数据整理而成。

（一）市场层次

为了扭转投资者对粉单市场的不良印象，OTC 市场集团利用技术及交易成本上的优势，根据可供交易证券披露相关信息的及时性和公开性，分别在 2007 年和 2010 年设立 OTCQX 和 OTCQB 板块，建立起了多层次市场结构。目前，OTC 市场集团的市场层级大致分为 OTCQX、OTCQB 以及粉单市场（OTC Pink）。

图 5　OTCmarkets 市场层次结构



资料来源：OTCmarkets 官网

第一层级，OTCQX。这是 OTC 市场集团最高级别的市场，可供交易的证券大都是规模较大的外国公司或成长性较高的本国公司证券，为投资者提供透明的交易环境、优质信息。OTCQX 又分为国际板（OTCQX International）与美国板（OTCQX US）。其中，国际板是为国际企业提供美国 OTC 市场最高层次的服务，使其不受美国传统交易所上市规定的约束，美国板为其本土企业提供在 OTC 市场低成本交易证券的交易平台。此外，美国板中还包含一个特殊的板块

——美国银行板块（OTCQX for Banks），目标公司为符合条件的社区和区域性银行。

在 OTCQX 挂牌的证券除了满足相应的挂牌标准外，还必须披露财务报告等信息。在 OTC 市场公司中，OTCQX 对挂牌证券的财务与信息披露要求最高。

第二层级，OTCQB。这是 OTC 市场集团的风险投资市场，专为中小规模公司设计。同 OTCQX 一样，在 OTCQB 挂牌的证券也需要向监管机构提交财务报表，但 OTCBB 对挂牌证券没有相应的财务或定性要求。

第三层级，OTC 粉单市场。在 OTC Link 另类交易系统中交易的不符合 OTCQX 和 OTCQB 挂牌条件的证券在粉单市场交易。OTC 粉单市场又分为当前信息（OTC Pink Current Information））、有限信息（OTC Pink Limited Information）、未提供信息（OTC Pink No Information）等三个层级市场。

第一，当前信息层级（OTC Pink Current Information）。当前信息是指依据 OTC 市场集团《充分披露当前信息指引》的要求，根据国际财务报告标准或另类报告标准（Alternative Reporting Standard）通过 OTC 信息披露与新闻服务平台（Disclosure & News Service）对外公布的相关信息。当前信息层级的公司是基于信息披露水平划分的，而非披露质量或投资风险。这一层级的公司包括借壳上市的公司或者正处于发展阶段的小公司，这些公司的发展规模较小，盈利前景尚不明朗，因此，被视为极具投机性的公司。

第二，有限信息层级（OTC Pink Limited Information）。一般是指在财务报表上有问题，或者经营困难，或者破产，因此，对外提供的信息较为有限。该层级公司还包括那些财务状况并未陷入困境，但不愿提供足够符合 OTC 市场集团《充分披露当前信息指引》的信息。这一层级公司通过 OTC 信息披露与新闻服务平台提供 6 个月之前的财务信息，或者向 SEC 的 EDGAR 系统提供最近 6 个月的财务报告。

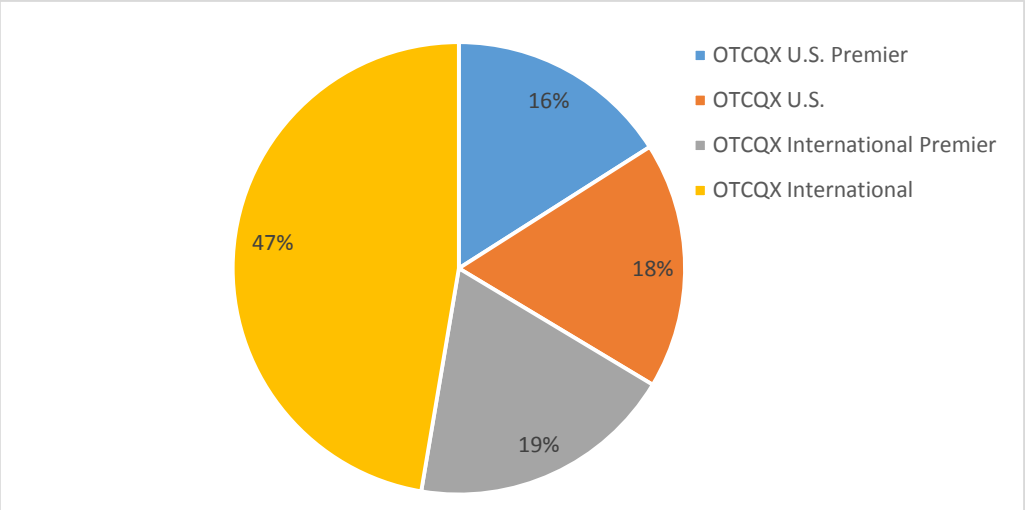
第三，没有信息层级（OTC Pink No Information）。这一层级的公司不愿或无法向公开市场（监管机构、交易所或 OTC 市场集团）披露相关信息，这些公司未通过 OTC 市场集团的信息披露与新闻服务平台披露当前信息，或者即便披露，这些信息也是 6 个月之前的。该层级公司主要被认为管理上出现重大纰漏或者已经彻底停止运营，甚至有可能并不存在。因此，这类不愿向投资者披露信息的公众公司比较可疑，对该类公司证券的投资风险也较高。

（二）市场情况

1、挂牌公司数量

2019 年截至三季度末，OTC 市场集团的交易平台有 1.05 万只证券可供交易。其中，OTCQX 市场挂牌证券 484 只，占比 4.56%; OTCQB 市场挂牌证券 964 只，占比 9.09%; Pink 市场挂牌证券 9161 只，占比 86.35%。其中，OTCQX 市场分为 OTCQX 美国市场和 OTCQX 国际市场，分别有 162 和 322 只证券；OTCQX 美国市场又进一步分为 OTCQX 美国市场和 OTCQX 美国高级市场；OTCQX 国际市场进一步又分为 OTCQX 国际市场和 OTCQX 国际高级市场，参见图 6。

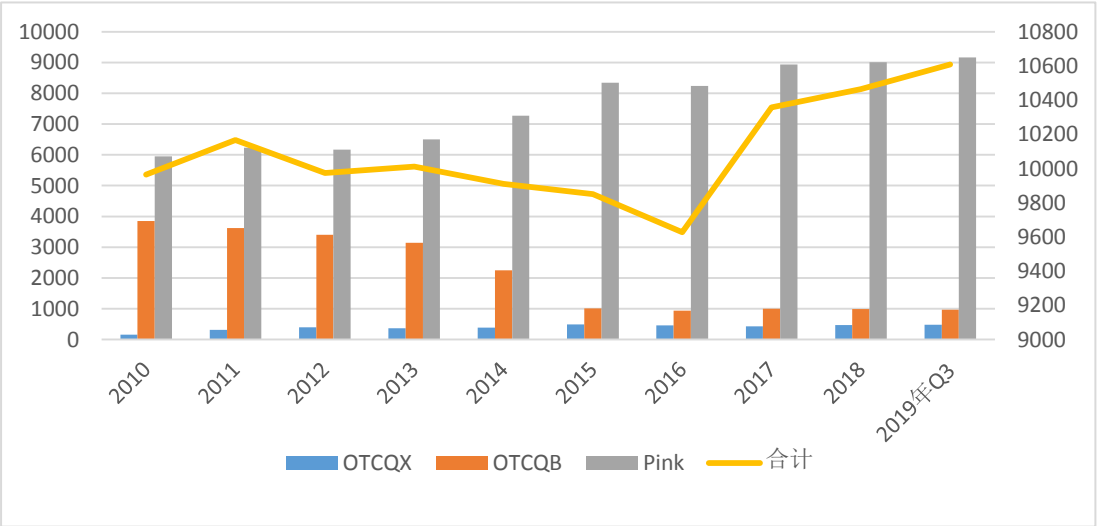
图 6　截至 2019 年三季末 OTCmarkets 市场集团各市场层次证券数量



资料来源：OTCmarkets 官网

从挂牌数量来看，粉单市场挂牌数量占比最大；其次为 OTCQB 市场，QTCQT 市场挂牌数量最少。自 2010 年以来，OTCQX 和粉单市场挂牌数量逐年增长，而 OTCQB 市场挂牌公司数量不断减少。

图 7　OTCmarkets 市场集团各市场层次证券数量（2010-2019）



资料来源：OTCmarkets 官网

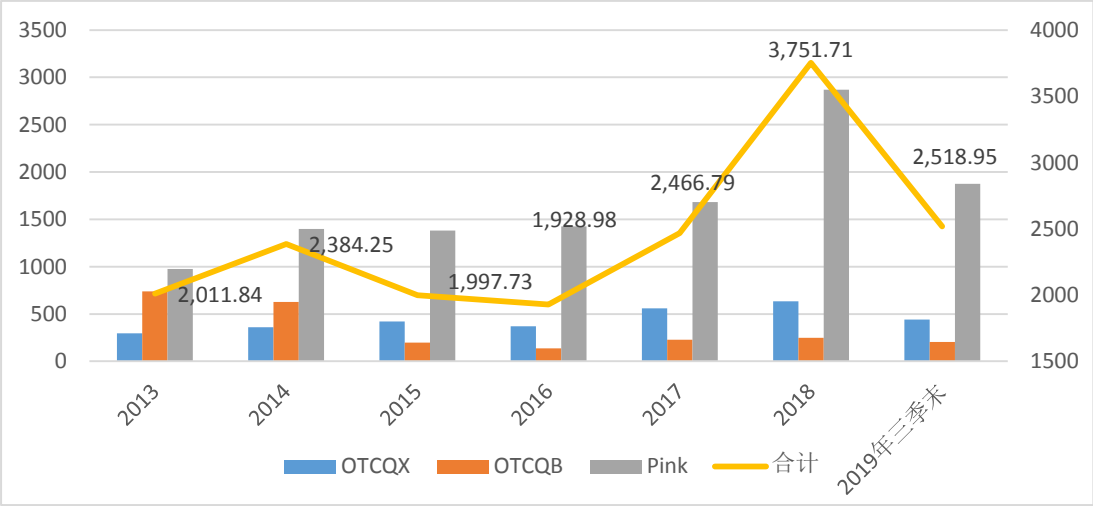
2、市场交易情况

与场内市场大多采用的订单撮合模式不同，OTC 市场集团中各层次市场的交易都采取以做市商模式。该模式对于提高规模较小挂和

流动性较差挂牌公司的流动性具有显著作用。

2019 年截至三季度末，OTC 市场集团中 OTCQX、OTCQB 以及 OTC 粉单市场总交易额达到 2518.9 亿美元。2013-2018 年，OTCQX、OTCQB 以及 OTC 粉单市场总交易额的平均增长率分别为 14.11%、5.76%和 19.32%。

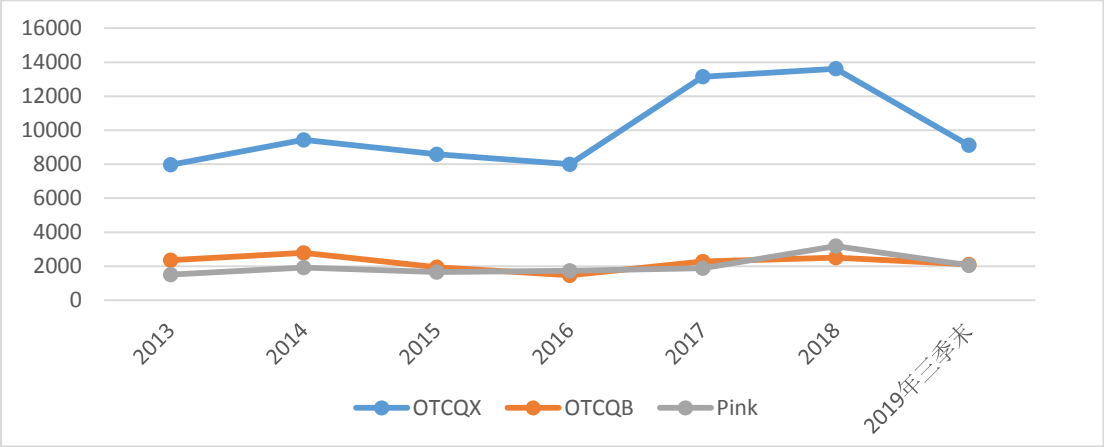
图 8　OTCmarkets 市场集团各市场层次交易额（2013-2019）



注：单位为亿美元
资料来源：OTCmarkets 官网

OTCQX、OTCQB 以及 OTC 粉单市场单个证券的平均交易额分别为 9118.8 万，2103.8 万以及 2046.5 万美元。2013-2018 年，OTCQX、OTCQB 以及 OTC 粉单市场单个证券的平均交易额的平均增长率分别为 18.25%、-7.77%和 26.76%。

图 9　OTCmarkets 市场集团各市场层次每只证券平均交易额（2013-2019）



注：单位为万美元

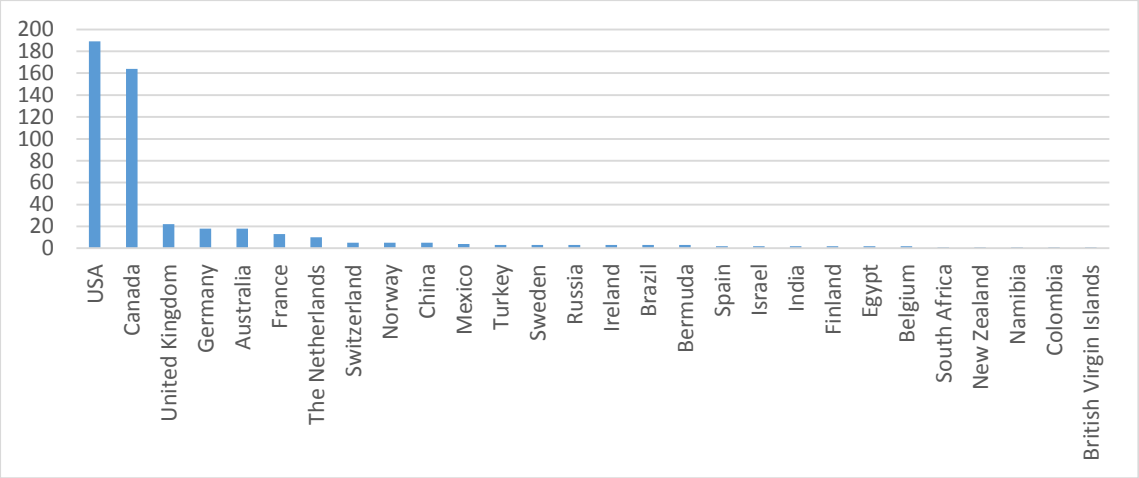
资料来源：OTCmarkets 官网

3、挂牌公司来源

OTC 市场的证券来自全球 90 个国家，其中美国本土公司发行证券 4400 多只，达到证券总数 42%，外国公司则占比 58%左右。外国公司当中，来自加拿大的证券数量为 1491 只，占所有外国公司的约四分之一，排名第一；来自中国大陆和香港的公司证券数量总共为 776 只，占所有外国公司的 13%，排名第三。

OTCQX 市场挂牌的证券共来自于 28 个国家及地区。挂牌数量排名前五的国家和地区分别为：美国、加拿大、英国、德国和澳大利亚。来自中国的挂牌证券有 5 只。

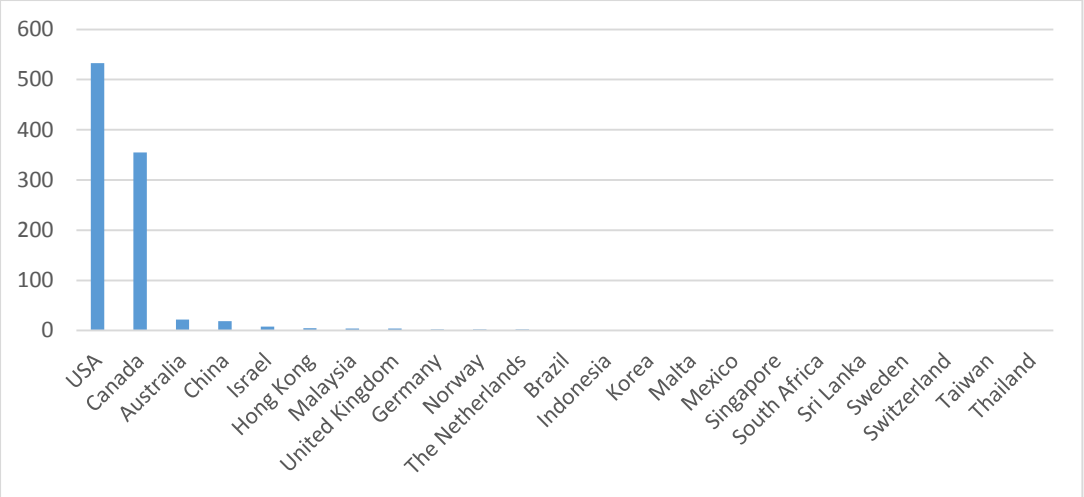
图 10　OTCQX 挂牌公司来源国家及地区



资料来源：OTCmarkets 官网

OTCQB 市场挂牌的证券共来自于 23 个国家及地区。挂牌数量排名前五的国家和地区分别为：美国、加拿大、澳大利亚、中国和以色列。来自中国和香港地区的挂牌证券分别有 19 只和 5 只。

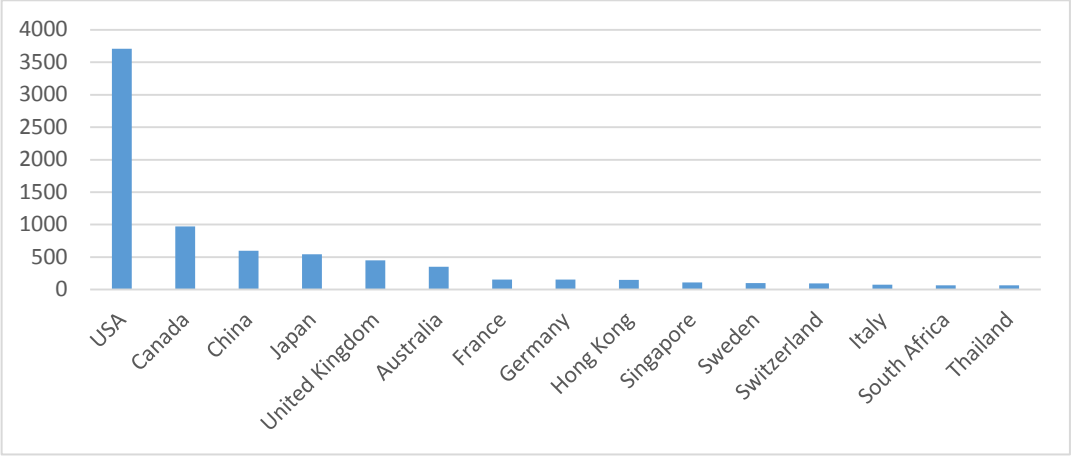
图 11　OTCQB 挂牌公司来源国家及地区



资料来源：OTCmarkets 官网

Pink 市场共有挂牌证券 9234 只，其中 8585 只有明确的来源国家及地区资料。共来自于 87 个国家及地区。挂牌数量排名前五的国家和地区分别为：美国、加拿大、中国、日本和英国。

图 12　OTC Pink 挂牌公司数量排名前 15 的来源国家及地区

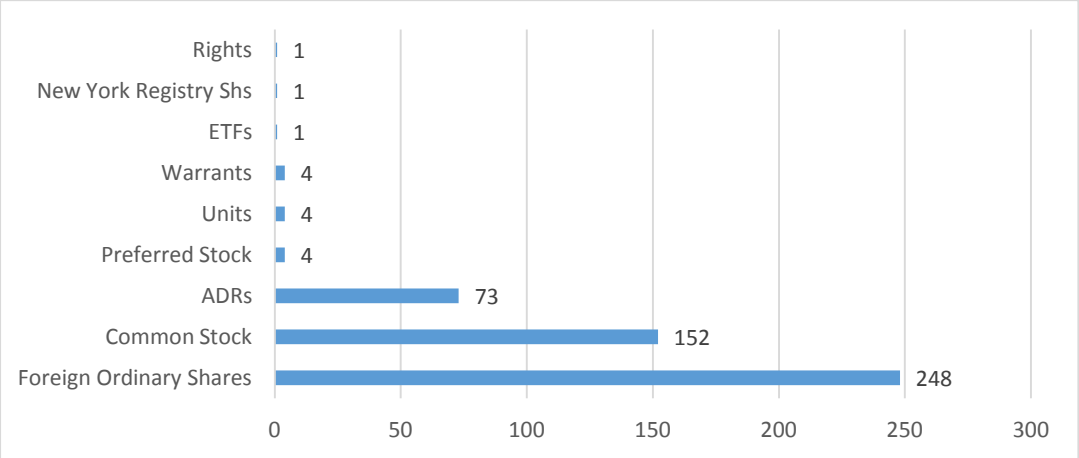


资料来源：OTCmarkets 官网

4、挂牌证券类型

OTC 市场的证券类别非常丰富，包括普通股、外国普通股、美国存托凭证、优先股、认股权证、基金、结构化产品等。其中，数量最多的五种证券类型为普通股(4557 只，占比 43%)、外国普通股(4022 只，占比 38%)、美国存托凭证（1519 只，占比 14%）、优先股（265 只，占比 3%）和认股权证（102 只、占比 1%）。

图 13　OTCQX 挂牌证券类型

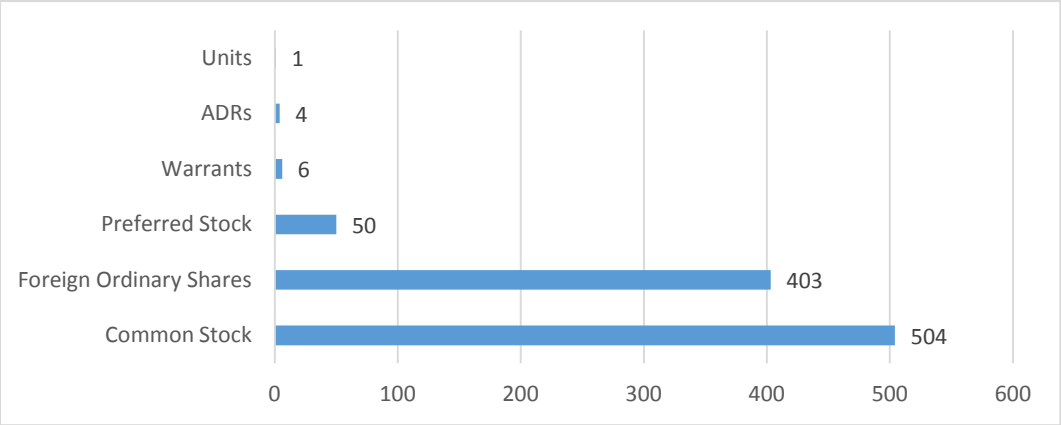


资料来源：OTCmarkets 官网

OTCQX 市场挂牌的证券共有 9 类。其中，数量最多的为外国

普通股 248 只（占比 50%）、普通股 152 只（占比 31%）以及美国存托凭证 73 只（15%）。OTCQB 市场挂牌的证券共有 6 类。其中，数量最多的为普通股 504 只（占比 52%）、外国普通股 403 只（占比 42%）以及优先股 50 只（5%）。

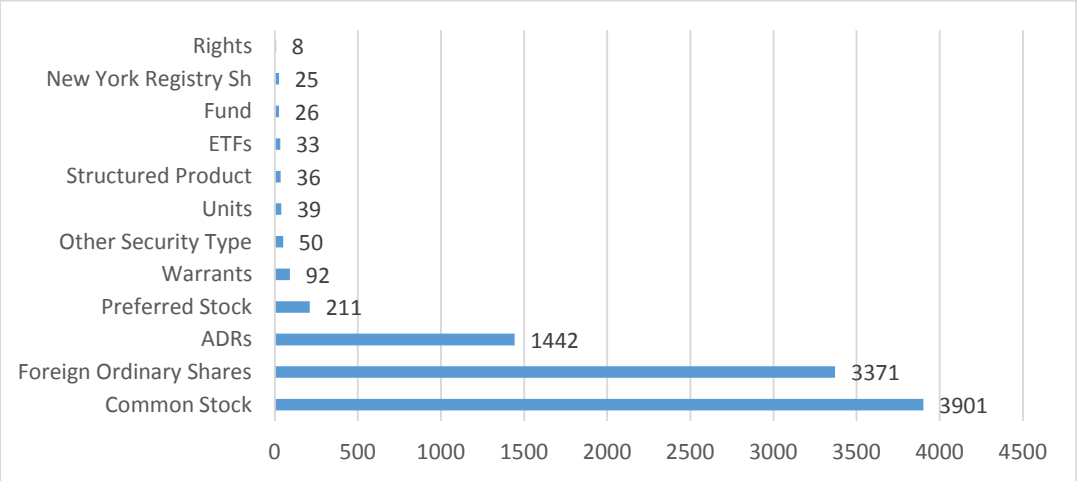
图 14　OTCQB 挂牌证券类型



资料来源：OTCmarkets 官网

OTC Pink 市场挂牌的证券共有 12 类。其中，数量最多的为普通股 3901 只（占比 45%）、外国普通股 3371 只（占比 39%）、美国存托凭证 1442 只（17%）、优先股 211 只（2%）及认股权证 92 只（1%）。

图 15　OTC Pink 挂牌证券类型



资料来源：OTCmarkets 官网

（三）挂牌方式

OTC 市场集团利用 OTC Link 平台，提供证券报价与电子信息传输服务。截至 2018 年底，在 OTC Link 平台上约有 90 个左右做市商负责对 1 万只左右 OTC 证券报价。单个做市商之间相互交易，而非通过集中的交易所。

要想在 OTC 市场集团挂牌，至少有一个做市商在 OTC Link 平台为该证券报价。与股票交易所不同，OTC 市场集团并非是交易所，无法为公司提供其股票上市交易服务，公司无法决定其股票是否在 OTC 市场交易，而由做市商决定对何种股票报价，以保证客户订单能够最佳执行。

做市商向 FINRA 提交注册表格 Form 211，获批后才能在做市商报价系统上对其做市的证券报价。这种方法通常适用那些在公开市场没有交易历史的证券或者是被暂停交易后又重新交易的证券。做市商须向 FINRA 提交注册表格 Form 211 并获批后才可在 OTC Link 平台上为新证券报价。只有在 SEC 注册的 FINRA 会员做市商才可以在 OTC Link 平台上对证券报价。

但是，并非所有做市商都愿意提交注册表格 Form 211 并为新证券报价，许多做市商是在其他做市商在 OTC Link 平台为新证券报价后才开始为其报价。30 个交易日后，新报价的股票就成为跟随豁免的合格证券（piggyback qualified），这样，任何做市商都可以为其报价，而无须提交注册表格 Form 211。

（四）挂牌要求

OTC 粉单市场报价的证券没有挂牌财务要求，而在 OTCQX 市场和 OTCQB 市场报价的证券必然满足定性标准与最低财务要求。

1. OTCQX 美国市场

OTCQX 美国市场是 OTC 市场集团最高级的交易市场，在此初次挂牌与持续挂牌需要满足以下几条基本标准。（1）公司有持续经营能力，不是壳公司;（2）公司尚未进入破产或重组的程序;（3）不是低价股;（4）在 OTC Link 平台有做市商为其公布专有报价，目前在 OTC Link 平台上，约有 86 个做市商负责对 1 万只左右 OTC 证券报价。（5）提交来自 OTCQX 批准保荐人的推荐信。

在信息披露方面，在 OTCQX 美国市场挂牌公司需符合国际财务报告标准、SEC 财务报告标准或 Regulation A 财务报告标准之一。挂牌公司需提交经审核的年报，并可改用 SEC 规则 12g3-2b（信息披露豁免）在 OTC 市场集团提供的信息和披露服务或其他综合新闻平台上以英文及时披露需要公开的重大新闻和其他信息。

在公司治理方面，OTCQX 美国市场挂牌公司的董事会至少包含 2 位独立董事；设立审计委员会，且委员会成员以独立董事为主；召开年度股东大会，并在会议召开前至少 15 日向股东提供年度财务报告

OTCQX 美国市场进一步又分为 OTCQX 美国市场和 OTCQX 美国高级市场，在这两个子市场挂牌的证券需要满足不同的财务标准。具体参见表 2。在 OTCQX 美国市场挂牌证券的申请费 5000 美元/只，

挂牌年费 20000 美元/只。

表 2　OTCQX 美国市场和 OTCQX 美国高级市场财务标准

	普通板	高级板
低价股规则	符合以下三条豁免低价股规则: （1）运营时间不足 3 年则有形净资产达到 200 万美元; 运营时间 3 年以上则有形净资产达到 500 万美元; （2）过去 3 年的平均收入为 600 万美元; （3）报价达到 5 美元且满足净利润 50 万美元、有形净资产 100 万美元、收入 200 万美元、总资产 500 万美元之一。	符合以下两条豁免低价股规则: （1）有形净资产达到 200 万美元; （2）过去 3 年的平均收入为 600 万美元;
股东	拥有至少 50 名股东,每人持有至少 100 股	拥有至少 100 名股东,每人持有至少 100 股
报价	上市时不低于 0.25 美元; 上市后不低于 0.1 美元	上市时不低于 4 美元; 上市后不低于 1 美元
全球市值	上市时不低于 1000 万美元; 上市后不低于 500 万美元	
股东权益		上市时不低于 400 万美元，上市后不低于 100 万美元
经营年限		不少于 3 年
流通股本		不少于 50 万股
		需符合下列市值标准或净利润标准之一: （1）市值标准——上市时总市值不低于5000 万美金,上市后不低于3500 万美元; 流通股市值不低于 1500 万美元。（2）净利润标准——流通股市值不低于 100 万美元; 上市时总市值不低于 1000 万美元，上市后总市值不少于 500 万美元,净利润上市时不少于 75 万美元，上市后不少于 50 万美元。

资料来源: OTCmarkets 官网

2. OTCQX 国际市场

对于在外国证券交易所上市的公司，OTCQX 国际市场制定了一套比较合理接纳的程序。在此初次挂牌与持续挂牌需要满足以下几条基本标准。（1）外国公司必须在合格境外交易所上市或满足 SEC 报

告标准;（2）在美国境外注册成立;（3）公司有持续经营能力，不是壳公司;（4）公司尚未进入破产或重组的程序;（5）不是低价股;（6）在 OTC Link 平台有做市商为其公布专有报价;（7）提交来自 OTCQX 批准保荐人的推荐信。

在信息披露方面，在 OTCQX 国际市场挂牌公司需符合国际财务报告标准、SEC 财务报告标准或 Regulation A 财务报告标准之一。挂牌公司需提交经审核的年报，并可改用 SEC 规则 12g3-2b（信息披露豁免）在 OTC 市场集团提供的信息和披露服务或其他综合新闻平台上以英文及时披露需要公开的重大新闻和其他信息。

OTCQX 国际市场进一步又分为 OTCQX 国际市场和 OTCQX 国际高级市场，在这两个子市场挂牌的证券需要满足不同的财务标准。具体参见表 3。在 OTCQX 国际市场挂牌证券的申请费 5000 美元/只，挂牌年费 15000 美元/只。

表 3　OTCQX 国际市场和 OTCQX 国际高级市场财务标准

	普通板	高级板
低价股规则	符合以下三条豁免低价股规则: （1）运营时间不足 3 年则有形净资产达到 200 万美元; 运营时间 3 年以上则有形净资产达到 500 万美元; （2）过去 3 年的平均收入为 600 万美元; （3）报价达到 5 美元且满足净利润 50 万美元、有形净资产 100 万美元、收入 200 万美元、总资产 500 万美元之一。	符合以下两条豁免低价股规则: （1）有形净资产达到 200 万美元; （2）过去 3 年的平均收入为 600 万美元;
股东	拥有至少 50 名股东，每人持有至少 100 股	
报价	上市时不低于 0.25 美元; 上市后不低于 0.1 美元	

全球市值	上市时不低于 1000 万美元；上市后不低于 500 万美元	上市时不低于 1000 万美元；上市后不低于 500 万美元
每周平均交易量		上市前六个月平均每周交易量不低于 20 万股或 100 万美金；上市后每周交易量不低于 10 万股或 50 万美金
经营年限		不低于 5 年

资料来源：OTCmarkets 官网

3、OTCQB

在 OTCQB 初次挂牌与持续挂牌需要满足以下几条基本标准。（1）美国公司必须由 PCAOB 审计机构对年度财务状况进行审计并符合 0.01 美元的最低报价标准（Minimum bid price test）；外国公司必须在合格境外交易所上市或满足 SEC 报告标准，并提交来自 OTCQB 批准保荐人的推荐信；（2）挂牌公司不处在破产状态；（3）每个挂牌公司至少有 50 名股东，每个股东至少持有 100 股；（4）股东持股占已发行和未发行证券总额 10%的自由交易公开发行的股票；上市公司自由交易的流通股比例不低于 5%（上市公司流通市值不低于 200 万美元）的股票以及在全国性交易所交易的单独类别证券可申请豁免。

在信息披露方面，在 OTCQB 市场挂牌公司需符合国际财务报告标准、SEC 财务报告标准、Regulation A 财务报告标准、美国银行财务报告标准或另类交易财务报告标准之一。

（五）财务报告标准

相比在美国证券交易所挂牌的证券，证券无论是否在 SEC 注册过，都可以在 OTC 市场上交易。OTC 市场证券发行人向投资者披露相关信息时，有几种财务报告标准可供选择。

一是国际财务报告标准。《1934 年证券交易法》第 12g3-2（b）条允许在合格境外交易所上市的非美国公司用英文向美国投资者公开披露其已在境外交易所同样公开披露的信息。

二是 SEC 报告标准。发行人向 SEC 注册证券并遵守 SEC 的财务报告要求或者其当前定期报告符合美国银行业或保险业监管机构的要求。

三是条例 A（Regulation A）报告标准。根据《证券法》条例 A 的规定，公司必须持续向 EDGAR 提交所有年度、半年度和其他中期报告。经审计的年度财务报表必须按照条例 A 的规定编制。此外，为符合 OTCQX 和 OTCQB 市场的资格要求，还必须遵守额外的披露义务，如季度申报和年度证明等。

四是美国银行报告标准。未在 SEC 注册证券的银行必须遵循 OTCQX 银行规则中规定的披露准则。银行还必须及时发布任何可能会对其证券市场产生重大影响的新闻或信息。持有证券交易委员会注册证券的银行必须在公布最新报告。

五是另类交易报告标准（Alternative Reporting Standard）。当发行人未被要求在 SEC 注册证券时，发行人通常仍要根据《1934 年证券交易法》第 10b-5 条与《1933 年证券法》第 144（c）（2）条的规定，对外公开披露相关信息。对于那些向投资者公开披露重大信息的公司，OTC 市场集团提议使用另类报告标准。

发行人在遵守另类报告标准时，必须在 OTC 市场集团的网站上向所有投资者公开披露其财务报告与其他重大信息。发行人选择向投

资者披露何种信息，当前信息、有限信息或不公开披露。为了帮助发行人了解另类报告标准下的信息披露的义务，OTC 市场集团制定了《充分披露当前信息指引》。

此外，未向 SEC、美国银行业监管机构或合格境外交易所报告的粉单市场公司可根据场外交易粉单市场基本披露准则（OTC Pink Basic Disclosure Guidelines）进行披露。该准则旨在向投资者提供《证券交易法》第 15c2-11 条所规定的的经纪交易商必须披露的基本信息。美国和国际 Pink 公司都可以使用替代报告标准。

（六）挂牌公司监管

FINRA、SEC 以及各州的证券监管机构对 OTC Link 与做市商进行监管。在 SEC 注册的公司要接受 SEC 的监管，但由于 OTC 市场集团既不是证券交易所又不是自律性组织，因此，并不接受 FINRA 或 SEC 的监管。

由 OTC 市场集团挂牌并不是传统意义上的证券交易所市场，因此，OTC 市场集团与挂牌报价公司之间并不存在监管与被监管关系。

（七）转板机制

目前，OTC 市场集团的挂牌证券也存在转板机制，既有升级转板机制，包括内部的升板机制，如挂牌证券从粉单市场或 OTCQB 市场升至 OTCQX 市场，以及外部的升板机制，如挂牌证券升至 NASDAQ 或 NYSE 等国家交易所市场；又有降级转板机制，如挂牌证券降至灰色市场交易。

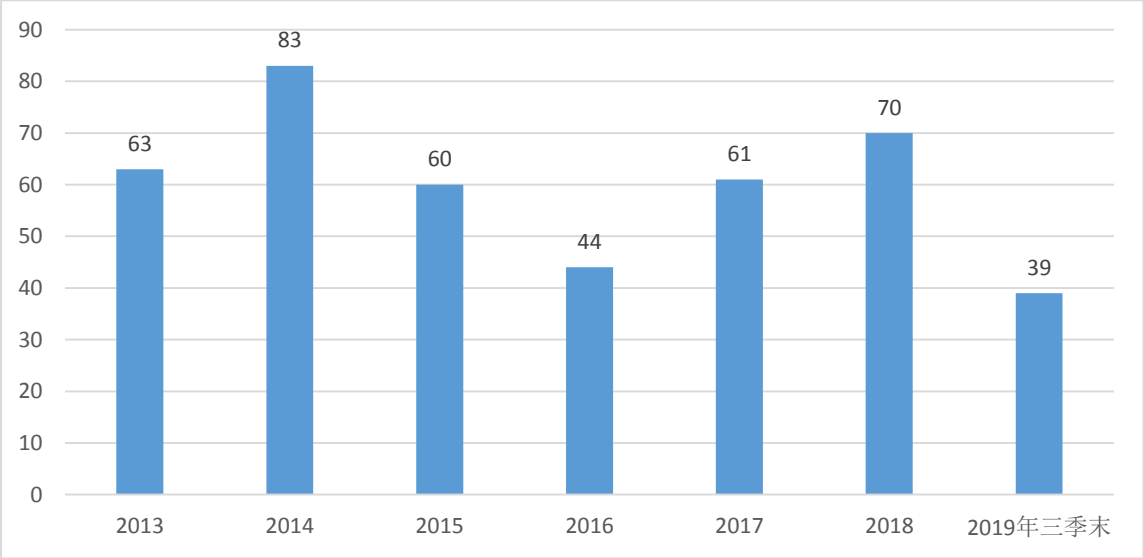
OTCQX 和 OTCQB 的上市公司需满足持续上市要求，股价和财

务方面持续满足相关条件并及时做好相应的信息披露。若无法满足持续上市要求，上市公司会被强制移除。除了上述两个市场的特殊要求之外，整个 OTC 市场平台的退市依据主要有两个，一是提交给监管机构的文件出现违规，二是不再有做市商为其做市。满足以上条件之一，则证券将会从该市场移除。

图 16 中为 2013 年至 2019 年三季末由 OTC 市场转到国家交易所市场的公司数量。总体看来，每年转至交易所市场的公司并不多，2013-2013 年每年平均有 64 家，2019 年截至第三季度，有 39 家公司从 OTC 市场平台转到交易所市场上市。

2018 年，有 37 只证券从 OTCQB 市场升至 OTCQX 市场，68 只证券从粉单市场升至 OTCQX 市场；223 只证券从粉单市场升至 OTCQB 市场。

图 16　OTCmarkets 市场转板至国家交易所平台的证券数量



资料来源：根据 OTC 市场集团网站提供的年报数据整理而成。

三、美国场外交易市场的经验总结

经过多年发展，以 OTC Markets 为代表的场外市场已经成为美国多层次资本市场重要的基石，成为场内交易市场的必要补充和重要基础支撑。截至 2018 年底，美国所有 OTC 市场挂牌证券数量为 1.85 万只，2018 年度 OTC 市场总交易金额为 3794.2 亿美元，吸引了许多全球知名公司挂牌，也为场内市场提供了许多高质量的上市资源。综上所述，我们认为美国场外市场特别是 OTC Markets 市场发展的主要经验及其借鉴有以下几个方面:

（一）根据市场需求建立多层次场外市场结构

合理的市场分层是 OTC Markets 成功的关键因素。如上文所述，截至 2019 年三季末，OTC Markets 市场已经形成了正金字塔形的多层次市场结构。顶层 OTCQX 企业数量少，但交易金额占比最高；中间层次 OTCQB 数量和交易金额适中；底端的 OTC Pink 市场数量最多，交易金额占比却最少。

一是合理分层提高了 OTC Markets 市场对各类公司的吸引力。OTC Markets 在 2007 年分层前的近 100 年时间里，在粉单市场挂牌的企业不需符合任何挂牌条件，不披露相关信息，从而使得该市场良莠不齐，欺诈事件频发，高质量的公司不愿来此挂牌。而自 2007 年起，OTC Markets 以信息披露质量和财务指标来进行市场分层后，在继续保持对小型风险公司包容力的同时，显著提升了对大型国际化公司的吸引力。

二是市场分层要不断根据市场需求调整。2010 年 4 月，OTC 市

场集团根据市场需求在建立 OTCQX 的基础上，新设市场层级 OTCQB，为在 SEC 登记，并向 SEC 或美国银行或保险监管机构等报送最新财务报告的公司提供服务，但该板块没有财务要求，从而吸引了大批高质量的风险公司挂牌。

（二）建立场内市场以及场内场外间的转板机制

场外交易市场是场内交易市场的必要补充和重要基础支撑。通过场外交易市场的交易平台，挂牌公司不但可以熟悉资本市场规则，完善公司治理结构，提升核心竞争能力，而且，通过其市场化的孵化和筛选机制，可以源源不断地为主板市场、中小板市场以及创业板市场等场内交易市场培育和输送优质的上市后备资源。

目前，OTC Markets 已经建立了比较完善的转板机制，既包括内部的升板机制，如挂牌证券从粉单市场或 OTCQB 市场升至 OTCQX 市场，以及外部的升板机制，如挂牌证券升至 NASDAQ 或 NYSE 等国家交易所市场; 又有降级转板机制，如挂牌证券降至灰色市场交易。

（三）在场外交易市场推广做市商制度

境外场外交易市场普遍采用做市商制度。在美国场外交易市场，公司能否挂牌主要取决于是否有做市商为其提供挂牌报价服务，为挂牌证券提供报价服务的做市商至少有 1 家。截至 2018 年底，在 OTC Link 平台上约有 90 个左右做市商负责对 1 万只左右 OTC 证券报价。单个做市商之间相互交易，而非通过集中的交易所。引入做市商的主要作用在于对企业及其证券估值、为市场提供流动性。由于场外市场挂牌公司业绩波动大，一般投资者难以直接根据公司披露信息进行估

值，需要做市商来发现公司价值，引导投资者进行投资。在主板的连续竞价制度下，投资者对上市公司直接估值，而在场外市场做市商制度下，投资者通过做市商的引导对上市公司间接估值，通过对做市证券的双向报价服务为整个市场提供流动性。

（四）监管的适当性对市场的发展至关重要

场外市场中存在着大量高风险公司，因此，设置合理的投资者适当性管理原则，加强监督，有助于场外市场的长期健康发展。但同时，也应当注重监管的适度性，过于严苛的监管有可能扼杀市场的活力，要通过适度监管保持市场交易的合理秩序，服务发行人和投资者，为市场参与各方提供便利。

2000 年以前，OTCBB 是美国最重要的场外市场交易场所。1999 年，该市场挂牌证券已超过 6000 多家，日均交易金额 2.5 亿美元。但 1999 年《OTCBB 报价资格规则》加强监管的背景下，超过 2600 只证券选择退出 OTCBB 市场，转到粉单市场。2007 年 OTCBB 移交 FINRA 后，从监管角度出发，更是主动减少了挂牌数量。2018 年，OTCBB 挂牌证券数量仅有 40 只，占美国场外市场挂牌证券数量的占比仅为 0.2%；交易金额为 9452 万，占比仅为 0.02%。

附表 1　美国证券交易所一览

序号	在 SEC 注册的全国证券交易所
1	NYSE MKT LLC（前身是 NYSE AMEX 与 AMEX）
2	BATS Exchange，Inc.
3	BATS Y－Exchange，Inc.
4	BOX Options Exchange LLC
5	NASDAQ OMX BX，Inc.（前身是波士顿证券交易所）
6	C2 Options Exchange（由 CBOE 控股集团控制与运营）
7	Chicago Board Options Exchange
8	Chicago Stock Exchange，Inc.
9	Long-Term Stock Exchange, Inc.
10	Miami International Securities Exchange
11	MIAX Emerald, LLC
12	MIAX PEARL, LLC
13	Nasdaq BX, Inc. (前身是 NASDAQ OMX BX, Inc.; Boston Stock Exchange)
14	Nasdaq GEMX, LLC (前身是 ISE Gemini)
15	Nasdaq ISE, LLC (前身是 International Securities Exchange, LLC)
16	Nasdaq MRX, LLC (前身是 ISE Mercury)
17	Nasdaq PHLX LLC (前身是 NASDAQ OMX PHLX, LLC; Philadelphia Stock Exchange)
18	The Nasdaq Stock Market
19	New York Stock Exchange LLC
20	NYSE Arca, Inc.
21	NYSE Chicago, Inc. (formerly Chicago Stock Exchange)
22	NYSE MKT LLC (formerly NYSE AMEX and the American Stock Exchange)
23	NYSE National, Inc. (formerly National Stock Exchange, Inc.)
	在 SEC 注册的全国期货交易所

1	CBOE Futures Exchange, LLC
2	Chicago Board of Trade
3	One Chicago, LLC
4	The Island Futures Exchange, LLC (formerly registered)
5	NQLX LLC (formerly registered)
	免于在 SEC 注册的证券交易所
1	Arizona Stock Exchange
2	SWX Europe Limited

资料来源：根据 SEC 网站上提供的原始资料整理而成。

免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与上海证券交易所无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“上海证券交易所资本市场研究所”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

单　位：上海证券交易所资本市场研究所

微　信：上交所资本市场研究所　　二维码：

微信号：sse_yjs

联系人：浦老师　　邮　箱：rypu@sse.com.cn

传　真：021-6880 5057　　网　址：www.sse.com.cn

地　址：上海市浦东南路 528 号南塔 12 楼　　邮　编：200120